

9 febbraio 2020



SERVIZIO | L'ANALISI

IL 2020 RISCHIA DI ESSERE UN ALTRO ANNO COMPLICATO PER LA FED

di Marcello Minenna

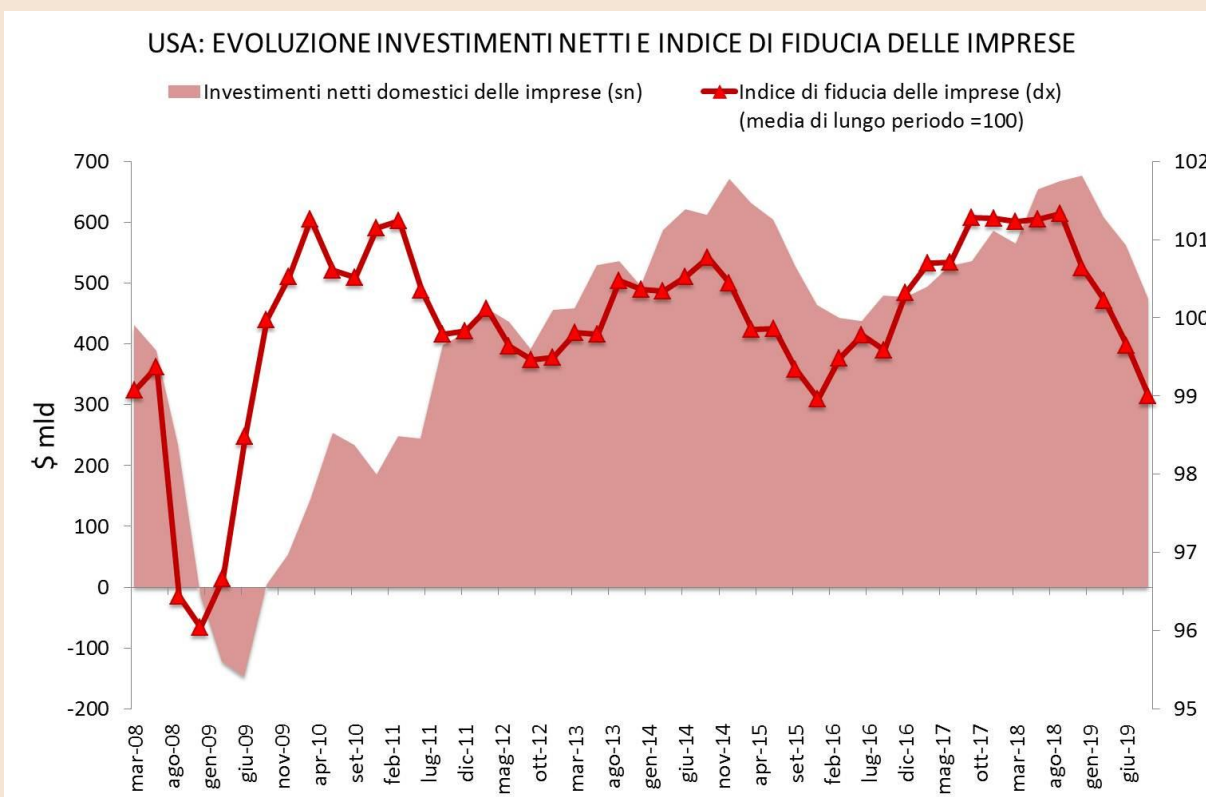
Nell'ultima riunione di fine gennaio, la FED non ha modificato i propri orientamenti di politica monetaria ed ha mantenuto invariati i tassi d'interesse di riferimento. Il Presidente Powell ha spiegato che per ora non sussistono fattori che inducano ad una rivalutazione sostanziale (*material reassessment*) delle previsioni tendenzialmente positive della FED sulle prospettive di crescita e d'inflazione, anche grazie ai buoni dati dell'economia USA (crescita annua intorno al 2%) e del mercato del lavoro dove da tempo la disoccupazione è vicina ai minimi degli ultimi 50 anni.

Soprattutto, Powell ha cercato di convincere i mercati che le iniezioni straordinarie di liquidità effettuate dalla FED a partire dallo scorso settembre tramite operazioni di pronti-contro-termine (*repo*) e, poi, anche con l'acquisto di titoli di Stato a breve (*T-bills*) non sono un nuovo *Quantitative Easing* (QE). Ufficialmente si tratta infatti di misure temporanee finalizzate a garantire l'adeguata trasmissione della politica monetaria e ripristinare un livello adeguato di riserve in eccesso nel sistema. Livello che secondo la FED ammonta come minimo a \$1500 miliardi e che dovrebbe essere raggiunto in modo abbastanza stabile «*in qualche momento*» del secondo trimestre 2020. Dopo di che queste misure dovrebbero essere gradualmente ritirate.

Tuttavia, come avevo anticipato nel [mio editoriale](#) dello scorso novembre, diversi fattori potrebbero richiedere una revisione di queste decisioni già nei prossimi mesi. L'epidemia di coronavirus – su cui la FED per ora ha sospeso il giudizio – rischia di sterilizzare il rasserenamento dei mercati prodotto dalla firma della fase 1 del *trade deal* tra USA e Cina e di rimettere in discussione le sorti dell'economia globale come stiamo vedendo in questi giorni.

Non a caso tra il 20 gennaio (giorno in cui è stata diffusa la notizia della possibilità di contagio del coronavirus da uomo a uomo) e il 27 gennaio gli operatori finanziari hanno rivisto al rialzo di circa 20 punti percentuali le probabilità di un taglio dei tassi da parte della FED entro il prossimo luglio. In parallelo, l'aumento dell'avversione al rischio ha scatenato una fuga verso i *Treasuries* a medio-lungo termine che ha progressivamente limato il premio a termine per la liquidità fino a determinare, a fine gennaio, una parziale inversione della curva dei rendimenti USA (con il rendimento del titolo a 3 mesi che ha superato quello del titolo a 10 anni), cosa che non accadeva da ottobre.

Quanto all'economia USA, è vero che viaggia bene e anche le prospettive d'inflazione non sono male, ma il principale fattore propulsivo è la spesa delle famiglie mentre gli investimenti delle imprese rimangono abbastanza asfittici risentendo ancora del deterioramento del clima di fiducia iniziato a metà 2018.

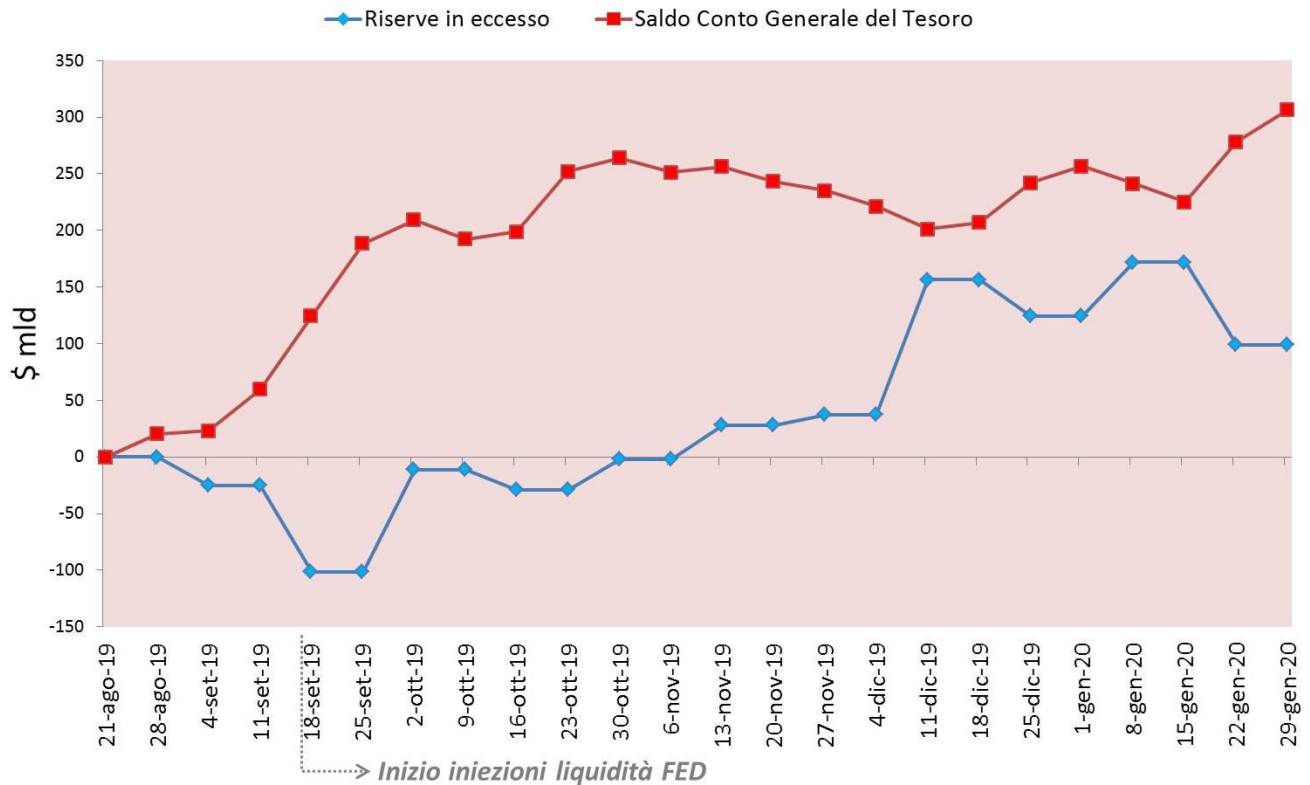


Anche la performance dell'export risulta ancora scarsamente soddisfacente e c'è da scommettere che Trump, nell'anno delle elezioni, continuerà a esercitare pressioni sulla FED per ottenere ulteriori tagli dei tassi d'interesse al fine di accrescere la competitività degli Stati Uniti tramite deprezzamento del dollaro.

A questi fattori, per certi versi intuitivi, se ne aggiungono altri di carattere più tecnico che riguardano la ricostituzione di un adeguato livello di riserve presso la banca centrale. In proposito è utile una precisazione preliminare. Il Tesoro degli Stati Uniti ha un conto corrente presso la FED (c.d. *Treasury General Account* o *TGA*) attraverso cui dispone e riceve pagamenti, compresi gli accrediti in contropartita dell'emissione di titoli di Stato o dei prelievi fiscali. Quando non ci sono tensioni sulla liquidità, l'aumento dei saldi attivi del Tesoro in questo conto corrente ha un impatto limitato sul livello delle riserve degli istituti di credito presso la FED. Di contro, quando c'è carenza di liquidità (come successo a settembre per una serie di motivi tra cui la contrazione dell'attivo di bilancio della FED e dello stock di riserve dei grandi *players* come JP Morgan e Bank of America), le banche attingono in abbondanza ai conti di riserva che hanno presso la banca centrale per finanziare gli acquisti di titoli governativi. Come conseguenza, ad un aumento nei saldi del TGA corrisponde un significativo calo delle riserve. In altri termini, le passività di riserva della FED si trasformano in passività non-di-riserva della FED e, precisamente, in depositi del Dipartimento del Tesoro.

Ne discende che, come evidenziato in un recente studio di Credit Suisse, le operazioni *repo* approntate – pur con qualche ritardo – dalla FED di fatto sono servite indirettamente a permettere agli operatori specializzati di comprare obbligazioni governative.

VARIAZIONE CUMULATA DELLE RISERVE IN ECCESSO E DEL CONTO GENERALE DEL TESORO USA PRESSO LA FED (21 agosto 2019=0)



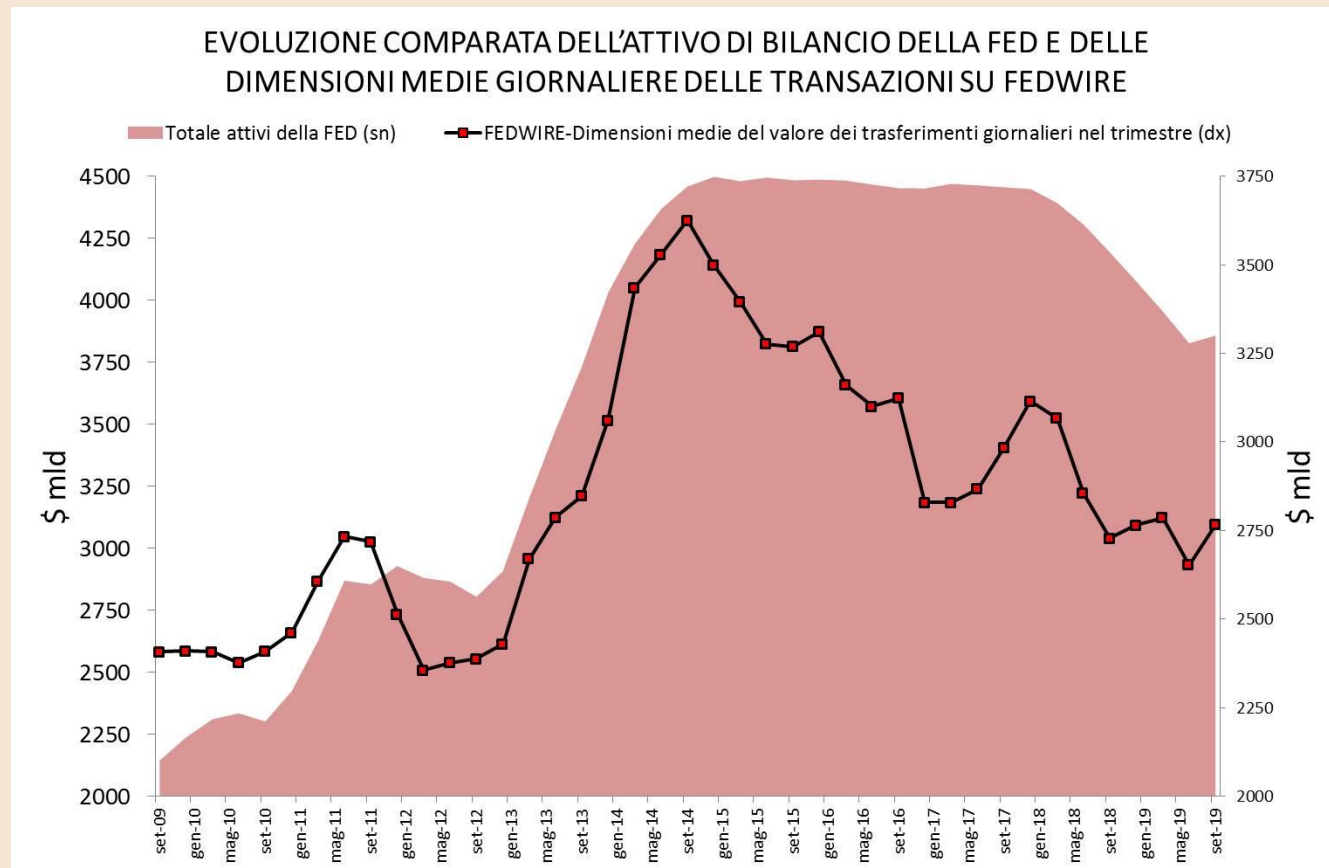
Analogamente, si può interpretare la successiva decisione della banca centrale americana di avviare un programma di acquisto di *T-bills* per \$60 mld al mese (stavolta spingendosi a una forma meno indiretta di finanziamento del debito pubblico).

Queste considerazioni aiutano a comprendere le parole di Powell il quale, nella conferenza stampa di fine gennaio, ha dichiarato che l'obiettivo della FED è fare in modo che i livelli minimi di riserva siano ad un livello talmente elevato da garantire che possano restare ampi anche nei momenti di picco del TGA come ad esempio in concomitanza delle grosse scadenze fiscali del prossimo mese di aprile.

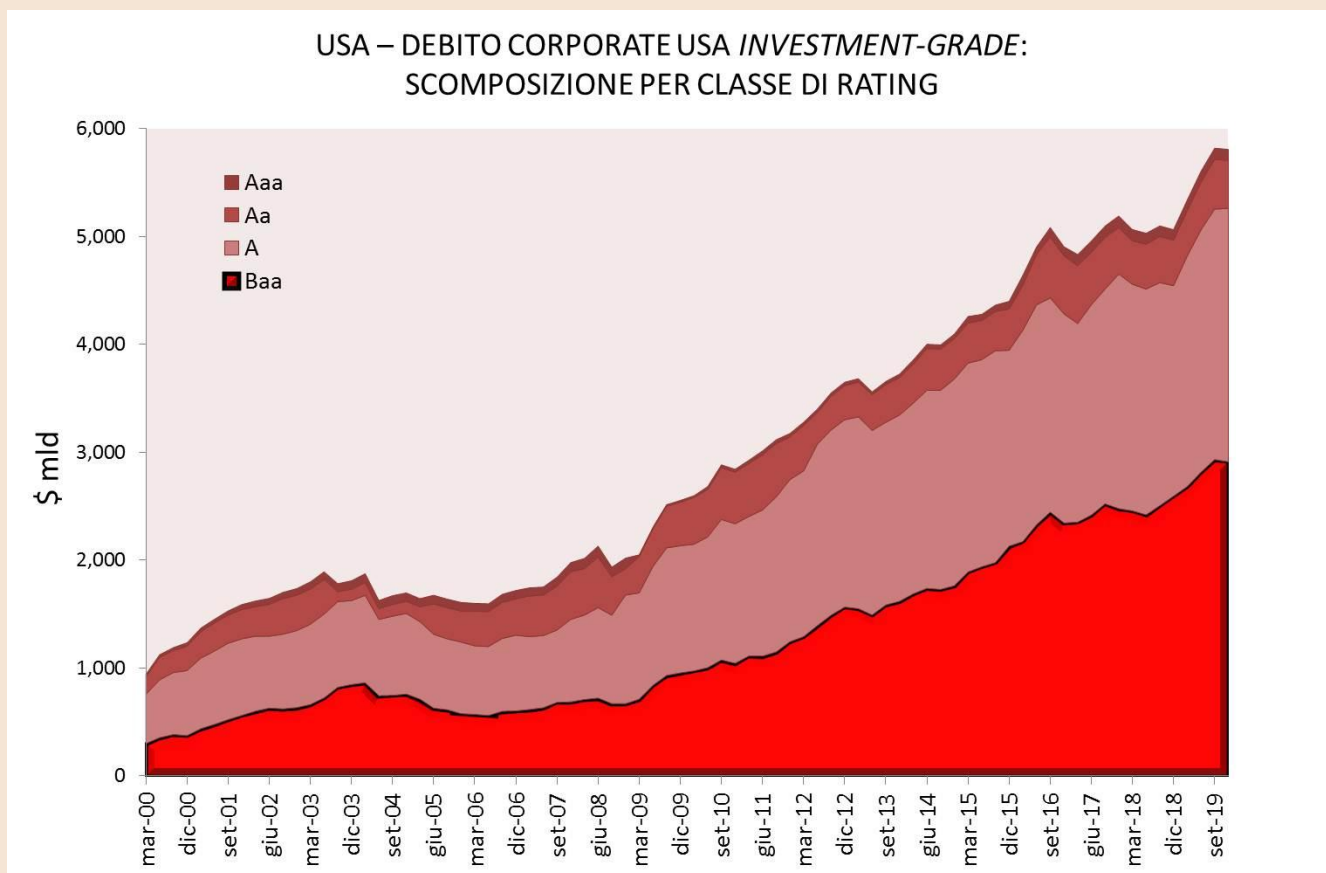
In mancanza di ulteriori misure compensative, come il rafforzamento delle linee di credito in valuta (*FX swap lines*) con le altre principali banche centrali, appare difficile che tale obiettivo possa essere perseguito nel breve orizzonte temporale individuato dalla FED. Secondo le ultime proiezioni dell'Ufficio di Bilancio del Congresso, nel 2020 il deficit federale sarà pari al 4,6% del PIL (circa \$1000 mld) e aumenterà fino a raggiungere il 5,4% del PIL nel 2030. Senza contare che oltre il 40% del debito esistente dovrà essere rifinanziato entro il 2022.

Le esigenze di cassa del Tesoro americano non sembrano quindi destinate a rientrare significativamente nei prossimi anni, il che spiega perché si parla sempre più frequentemente di un altro QE: o con acquisti di titoli di Stato a medio-lunga scadenza sul mercato secondario (magari anche attraverso un *operation twist*, ossia vendita dei *T-bill* in portafoglio per finanziare l'acquisto di titoli a lunga scadenza), o continuando a garantire iniezioni di liquidità sempre meno “*stra*”-ordinarie.

Peraltro, l'assorbimento di debito federale da parte della banca centrale risulta in qualche modo necessitato anche dalle crescenti dimensioni dei trasferimenti di fondi tra i partecipanti al sistema dei pagamenti interbancari in tempo reale (*Fedwire*). Le banche aderenti al sistema devono pre-finanziare tutte le loro transazioni e quindi sostenere elevati costi per mantenere adeguati livelli di liquidità. Per garantire il funzionamento del sistema la FED è pertanto chiamata a erogare liquidità aggiuntiva ove necessario. Se chiude il rubinetto o comunque ne riduce la portata, come accaduto tra il 2015 e il 2019, ciò si riflette sull'operatività del sistema dei pagamenti. I dati di *Fedwire* mostrano come le dimensioni medie giornaliere dei trasferimenti siano state crescenti fino al 2014 ed abbiano cominciato a calare dal 2015, anno in cui la FED ha interrotto gli acquisti di titoli.

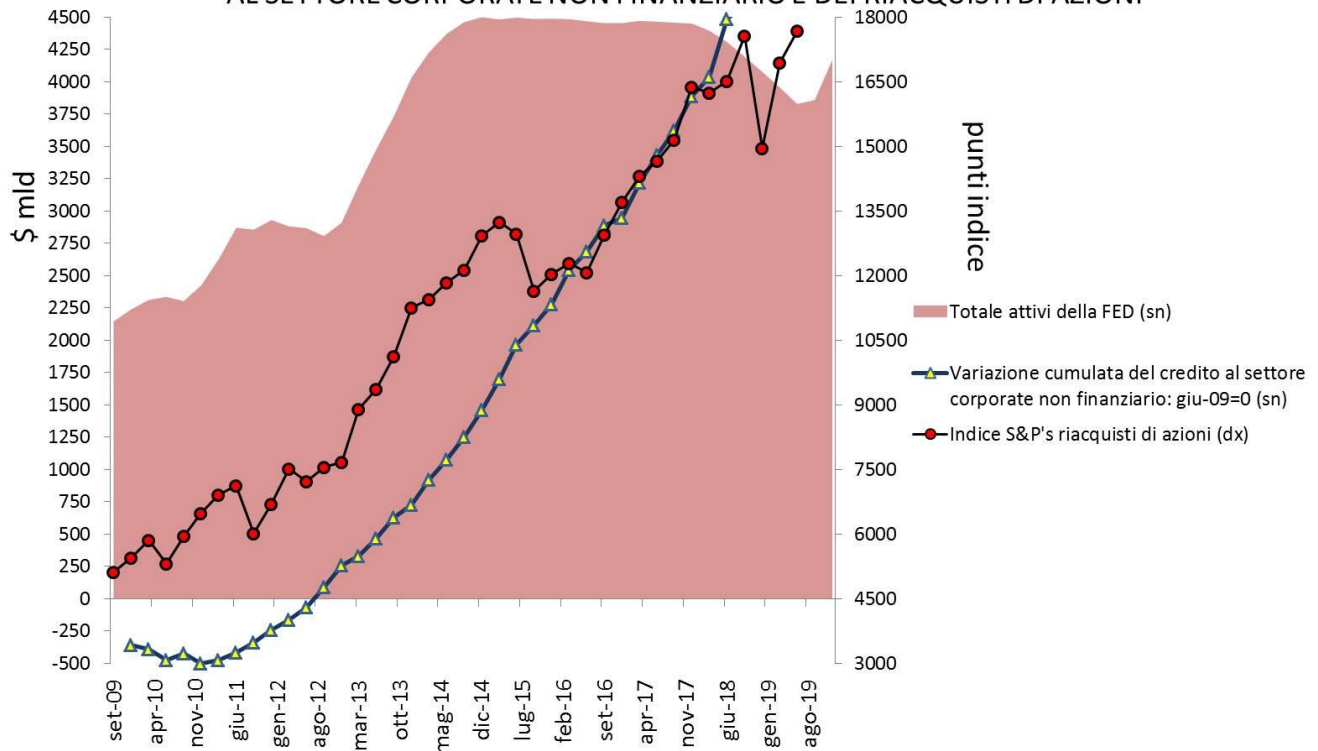


La criticità è che un altro QE (per quanto dissimulato nella forma di misure di gestione del livello di riserve) rischia di minare la stabilità finanziaria, cosa che la FED non può trascurare. Negli ultimi anni, infatti, il credito a basso costo ha alimentato un grosso indebitamento del settore *corporate* con un contestuale aumento significativo della quota di obbligazioni con *rating* Baa, vale a dire l'ultima classe di merito di credito medio-alto (c.d. *investment-grade*) e, quindi, l'anticamera dei titoli *speculative grade* (quelli a maggiore rischio d'insolvenza).



In più, questo debito è stato usato per pompare il mercato azionario e finanziare abbondanti riacquisti (*buybacks*) di azioni funzionali a gonfiare i compensi dei manager che infatti sono spesso proporzionali alle dimensioni dell'utile per azione.

EVOLUZIONE COMPARATA DELL'ATTIVO DI BILANCIO DELLA FED, DEL CREDITO AL SETTORE CORPORATE NON FINANZIARIO E DEI RIACQUISTI DI AZIONI



In sintesi, il 2020 si prospetta un altro anno difficile per la FED, che dovrà sapientemente dosare gli strumenti a sua disposizione per contemperare fabbisogno di liquidità, stabilità finanziaria e far fronte alle sfide poste da shock inattesi, come l'imprevista e imprevedibile polmonite virale scoppiata in Cina.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna